

学校编码: 10384  
学号: 200219006

分类号\_\_\_\_\_ 密级\_\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学  
硕 士 学 位 论 文

亚洲四国资产证券化探析

Exploration of ASIA-4' s asset securitization

宋 芸

指导教师姓名: 林 梅 副教授

专 业 名 称: 世 界 经 济

论文提交日期: 2004 年 5 月

论文答辩时间: 2004 年 月

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 审 人: \_\_\_\_\_

2005 年 5 月

## 内 容 提 要

不良资产问题自二十世纪九十年代以来一直困扰着部分亚洲国家,这些国家曾采用各种方式来解决本国的不良资产问题,但成效不佳。资产证券化正是作为一种解决不良资产问题的有效的结构型融资方式引入亚洲四国<sup>1</sup>的。本文从资产证券化理论入手,主要考察日本、韩国、马来西亚引入资产证券化的背景、发展状况以及它们的立法、税收环境,并对此做出评价。同时,在此基础上,对资产证券化在中国兴起的背景、市场发展环境以及未来发展做出论述,并给出相应的政策建议。

本文以日本、韩国、马来西亚、中国四个国家作为案例进行研究,试图回答以下几个问题:资产证券化作为一种新兴的金融工具有着哪些独特之处?亚洲四国是在怎样的情况下引入资产证券化的?为什么资产证券化在引入亚洲四国之后并没有得到充分发展?中国资产证券化市场的发展路在何方?这些问题的研究对于总结亚洲国家在发展资产证券化市场的经验教训,改革本国不规范的制度,运用资产证券化为本国的经济发展服务方面有着非常重要的意义。

本文主要有以下几个创新:第一,对亚洲四国的资产证券化市场做了系统性考察,归纳出四国资产证券化市场的不同特征;第二,以往对资产证券化课题的研究都是借鉴欧美国家,本文特别选择三个亚洲国家进行研究,并在此基础上,讨论中国资产证券化市场的发展道路;第三,在分析亚洲四国资产证券化市场和比较各自不同特征的基础上,论证资产证券化市场的发展不存在固定的模式。

**关键词:** 亚洲四国; 资产证券化; 环境.

---

<sup>1</sup>这里指日本、韩国、马来西亚、中国。

## Abstract

Non-performing Loans(NPL) problem have puzzled some of the ASIA countries from the 1990s. These countries have implemented a whole bunch of measures to resolve NPL problem, but its advantage didn't materialize properly. Actually, as a structure financing instrument, Asset securitization was introduced ASIA-4 for figure out NPL issue. Primarily, This paper recommended the keystone of Asset securitization, and researched that import background, develop environment, legislation and tax revenue instance of Asset securitization, and then discussed above-mentioned status about China.

This paper tries to answer the following questions based on the cases study of Japan, Korea, Malaysia and China. What are the uniqueness of Asset securitization as a jumped-up financing Instrument? In what conditions that asia-4 introduced Asset securitization, and why it did not gained the fully development after the introduction? so which way is right for china to develop its Asset securitization market.

This paper tries to make some contribution to the following: First, there were comparatively across-the-board study about Asset securitization market of ASIA-4, and summarized characteristic of ASIA-4's market development. Second, compare to disquisition about Asset securitization ago, they have more studied the Occident's example, this thesis singled out three countries to research in particular, and discussed the development direction for China's market. Third, at the basis of analysis Asset securitization of ASIA-4, and have demonstrated that the market of Asset securitization have not existed fixed model.

**Key Words:** ASIA-4; Asset securitization; Environment.

厦门大学博硕士论文摘要库

# 目 录

绪 论 .....	1
第一节 研究的背景与意义 .....	1
第二节 框架与创新 .....	3
第三节 文献综述 .....	4
第一章 资产证券化概述 .....	7
第一节 初识资产证券化 .....	7
第二节 资产证券化的交易结构 .....	12
第三节 资产证券化的分类 .....	16
第二章 日、韩、马资产证券化背景、发展状况及评价 .....	21
第一节 日、韩、马证券化兴起的背景 .....	21
第二节 日、韩、马资产证券化的发展现况 .....	25
第三节 对日、韩、马资产证券化背景及发展状况的评价 .....	30
第三章 三国资产证券化环境及评价 .....	34
第一节 资产证券化立法环境 .....	34
第二节 资产证券化税收环境 .....	39
第三节 三国资产证券化环境的特点及其评价 .....	41
第四章 中国资产证券化的发展与政策建议 .....	44
第一节 资产证券化在中国兴起的背景 .....	44
第二节 中国资产证券化的发展及市场发展环境 .....	46
第三节 中国资产证券化的切入点分析 .....	53
第四节 健全我国资产证券化的法律和市场环境 .....	58
结 束 语 .....	62
参考文献 .....	63
后 记 .....	69

厦门大学博士论文摘要库

# CONTENTS

<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 A Survey of Asset Securitization.....</b>	<b>7</b>
1.1 Outlines of Asset Securitization .....	7
1.2 Deal Structure of Asset Securitization.....	12
1.3 Classification of Asset Securitization.....	16
<b>Chapter 2 An Evaluation of Background, State of Development           in the ASIA-3's Asset Securitization .....</b>	<b>21</b>
2.1 Background of Asset Securitization in Japan, Korea, Malaysia.	21
2.2 State of Development about Asset Securitization in Japan, Korea, Malaysia.....	25
2.3 An Evaluation of ASIA-3's Asset Securitization Background and State of Development .....	30
<b>Chapter 3 An Evaluation of Legislative and Tax Revenue           Environment in ASIA-3's Asset Securitization .....</b>	<b>34</b>
3.1 Legislative Environment of Asset Securitization.....	34
3.2 Tax Revenue Environment of Asset Securitization .....	39
3.3 An Evaluation of ASIA-3's Asset Securitization Environment ...	41
<b>Chapter 4 Development of China's Asset Securitization           Market and Policy Recommendations.....</b>	<b>44</b>
4.1 Background of China's Asset Securitization.....	44
4.2 Development and Market Develop Environment of Asset Securitization in China.....	46
4.3 The Choice of Development Type in China's Asset Securitization ....	53
4.4 Policy Recommendations for China's Asset Securitization .....	58
<b>References .....</b>	<b>63</b>
<b>Postscript.....</b>	<b>69</b>

厦门大学博硕士论文摘要库



## 绪 论

### 第一节 研究的背景与意义

资产证券化 (Asset Securitization) 是将缺乏流动性但在不久的将来能产生稳定的、可预见的现金流的资产进行重新组合和优化配置之后,借助一定的担保和信用增级手段,转化成可以出售和流通的有价证券的过程。资产证券化最早起源于二十世纪六十年代末的美国,它兴起的原因是美国储蓄贷款协会 (Savings and Loan Associations) 的支付危机和住房抵押贷款市场的流动性危机。这个时期国际经济形势不稳,美国通货膨胀率增高,利率也大幅提高,导致美国储蓄贷款协会支付给存款人的利息甚至高于贷款利率,由此产生了严重的支付危机。此外,美国银行的住房抵押贷款期限太长,资金不能及时回流,使得银行急需一些金融创新产品来解决资金的流动性不足问题。

资产证券化正是在这样的背景下诞生的一个金融产品。对于公司而言,资产证券化提供了一种新的、潜在的、成本较低的融资方式;对于金融机构而言(如银行和金融公司),他们可以通过资产证券化获得流动性支持或形成退出机制等;对于投资者而言,资产证券化提供了一种安全性和收益性都较高的金融产品。正是因为符合多方需求,资产证券化方成为一个颇具生命力的金融产品。

尤其是对于银行等金融机构而言,一方面,资产证券化是将资产从资产负债表中剥离出来的手段之一。它解除了进一步贷款的资金压力,改变了银企融资传统模式,赋予了银行新的定义,使银行从传统的“资金出借者”过渡到“资金出售者”。它使贷款成为具有流动性的证券,使资金更具安全性,为银行提供了新的资金来源,同时降低了债务危机发生的可能

性。

另一方面，资产证券化使金融机构的资产和负债得到更好的匹配，并开始逐渐成为联结货币市场和资本市场的纽带。金融机构可以利用资产证券化技术盘活资产，调整资产结构，优化资产质量，扩大资金来源。同样，它也是银行降低风险资产比重，提高资本充足率的手段之一。

资产证券化自诞生以来，在美国市场上发展最为突出。到 2003 年末为止，美国的抵押支持证券（MBS）余额已经达到 5.3 万亿美元，资产支持证券（ABS）余额接近 1.7 万亿美元，以上两项综合占美国债券市场的 32%。实际上，抵押支持证券市场已经成为仅次于联邦政府债券的第二大市场。资产证券化在亚洲出现相对较晚，二十世纪五六十年代的亚洲国家经济大部分正处于前所未有的高速运转时期，发达国家对亚洲各国的直接投资以及各国的融资方式已经可以满足当时的资金需要，因此那个时期资产证券化并没有在亚洲兴起。这种情形一直延续到九十年代初，资产证券化才开始进入部分亚洲国家，但发展很慢。直到东南亚金融危机爆发之后，因为这场金融危机正是起源于银行资金的流动性问题。资产证券化作为一种补救措施正好满足了各国资金的流动性需求，自此开始飞速发展。<sup>1</sup>

由此可见，一种新兴金融工具的出现必然有它的历史背景和时代特征，中国也不例外。中国虽然自 1992 年开始就有过资产证券化的案例出现，但并不算是标准的证券化，理论的发展远远领先于实务。同样，资产证券化在中国的发展可谓几经起落，它曾经在国有商业银行的呆账坏账问题和国有企业的债务问题上被委以重任，但进展不是很顺利。因为中国金融市场上存在的一些基础要素的缺位，比如法律、信用、市场本身的一些不完善等问题令资产证券化在中国的道路走得磕磕碰碰。随着近年来西方

<sup>1</sup> 在 1997-1998 年期间，亚洲主要的金融中心召开了多次关于资产证券化的研讨会。比较有代表性的是 1998 年 5 月在中国香港召开的“按揭贷款及资产支持证券化研讨会”。

李曜.资产证券化—基本理论与案例分析（M）.上海：上海财经大学出版社，2001：P7

国家以及一些亚洲国家在资产证券化方面越来越多的成功经验以及中国资产证券化基础条件的逐渐形成,使得资产证券化在中国开始再度升温。因为它不仅具备解决银行不良资产问题方面的能力,还在住房抵押贷款、贸易应收款、基础设施等更多的领域中有可以施展的空间。同时,中国理论界也开始从纯理论的宏观研究进展到理论与实务相结合的微观的深层次研究。如何借鉴他国的经验和教训,把握理论和实际情况的结合点,为证券化市场的实务操作提供指导,促进资产证券化在中国的发展和完善,是国内目前一个仍需进一步研究的问题,也是本文的宗旨和意义所在。

## 第二节 框架与创新

本文选择了亚洲区域发展得相对领先也比较有特色的国家来做比较研究,即日本、韩国和马来西亚。文章结构如下:首先,绪论给出资产证券化的研究意义、背景以及本文的框架和创新之处;第一章详细介绍了资产证券化的一些相关理论,并在介绍中进行简单的分析;第二章比较和评价日本、韩国和马来西亚资产证券化兴起的背景、特征及发展状况;第三章对三国的资产证券化从立法历程、特点和税收角度进行了推演和评析;第四章根据三国发展资产证券化市场的经验探讨资产证券化在中国的发展道路。

从国内外已有的研究成果中可以知道:第一,国内学术界对资产证券化谈论最多的是美国市场,亚洲市场经常只是简略带过,并没有给出系统的概述和分析;第二,在现有的资料中,对各国发展状况的描述性语言居多,对亚洲这几个国家资产证券化市场做比较研究的较少;第三,国内有关中国资产证券化的论文多是对西方国家的借鉴,并没有形成一个体系。本文之所以选择这三个国家来做比较研究,是因为:一、日本资产证券化市场是公认最有潜力成为世界上第二大资产证券化市场的国家;二、韩国

资产证券化市场在金融危机后的发展也极其迅速，尤其是其在证券化立法和产品拓展方面一直是令世人称道的；三、马来西亚虽然不是东南亚国家中资产证券化市场发展最为成熟的国家，但是它的发展势头强劲，也有其独到之处。因此，选择这三个国家来做比较研究是很有意义的。

同时，也是考虑到这几个国家地理位置临近中国，在很多方面有一定的相似性，对中国资产证券化市场发展也有很好的借鉴意义。如中国与三国银行不良资产膨胀的主要原因都是因为强政府制度下特殊的政府和银行关系；再如日本的银行危机和韩国的信用卡危机产生时的国内情形与中国相似；另外中国作为一个资产证券化市场的初涉者，希望在短期内迅速发展起来但又不具有完备基础条件的情况下，有着类似情况的日本、韩国和马来西亚在发展中得出的经验和教训无疑是值得借鉴的。因此，本文试图将这几个国家与中国资产证券化市场发展相似的地方提炼出来，找出资产证券化的本土特色和规律，引以借鉴，进而探讨中国发展资产证券化的框架和道路。

### 第三节 文献综述

国内外学术界主要从以下四个方面研究资产证券化专题：一、理论体系研究。资产证券化的基础原理已经自成体系，每一个研究资产证券化理论与实务的研究学者几乎都会对资产证券化理论进行比较详细的介绍，但资产证券化体系涵盖的内容极为宽广，学者们一般根据自己的研究需要对相关理论进行介绍；二、产品交易研究。面对资产证券化层出不穷的种类，讨论各国应如何选择适合本国国情的资产证券化产品；三、制度研究。对资产证券化的法律、会计、税收等制度的研究；四、比较研究。通过借鉴其他国家发展资产证券化的经验做比较研究，将其作为本国发展资产证券化的样板，去其糟粕，取其精华，最后得出本国的发展道路。可以说，上

面提到的每一点都是资产证券化体系中不可或缺的一部分，但是比较而言，笔者认为，第四点更具现实意义，尤其是对于资产证券化市场还处于初级阶段的国家。

2003年，斯蒂文.L.西瓦兹在《结构金融—资产证券化原理指南》一书中对资产证券化实务方面进行了全面的论述。他认为，资产证券化是一种发展最为迅速的融资方式，越来越成为拉动国际经济和国内经济增长的重要引擎。通过把权利转换为资金来源，或把应收账款转换为证券，资产证券化把金融机构、企业和资本市场有机地联系起来，把更多的公司带进了融资成本相对较低的资本市场。<sup>1</sup>

对于资产证券化的实质，诺贝尔奖获得者Franco Modigliani（莫迪利亚尼，美）指出，资产证券化真正的意义不在于发行证券本身，而在于这种新的金融工具彻底改变了传统的金融中介方式，在借款人与贷款人之间，架起了更有效的融资渠道。

而对于日本、韩国、马来西亚三个地处亚洲的国家而言，因为三国资产证券化市场发展较为迅速，已有多类资产成功地进行了证券化，目前对这三国证券化的研究相对较多。尤其是日本，它是国际上经常被用来作为“日本模式”研究参考的对象。而韩国作为立法体系健全的典范也经常被拿来作为各国研究的样板。马来西亚资产证券化市场的发展是东南亚走在最前面的国家之一，国外学者对该国资产证券化的研究主要集中在资产证券化新产品的拓展和制度完善等方面。

随着基础条件的日益成熟，中国资产证券化的实务操作开始追赶理论研究脚步。跟上述三个国家一样，中国热切盼望资产证券化在本国迅速成长起来的原因也是为了解决银行和金融机构的大量不良债权问题。中国

---

<sup>1</sup>（美）斯蒂文.L.西瓦兹著，李传全 龚磊 杨明秋译.结构金融：资产证券化原理指南：A guide to the principles of asset securitization（M）.北京：清华大学出版社,2003.

应该选择哪些证券化产品作为切入点是目前国内讨论得比较多的话题之一，多数学者认为应该像大部分国家发展资产证券化市场一样从住房抵押贷款入手，但也有对此抱着怀疑态度的学者，如何小锋（2002）在《资产证券化：中国的模式》一书中谈到，“住房贷款是银行所拥有的优良资产，银行是否愿意出售这部分优良资产，很令人怀疑。所以，住房抵押贷款证券化面临着银行动力不足的问题。”对于是否将不良资产证券化作为切入点，学者们的观点也无法统一。另一部分学者则认为将基础设施或贸易应收款证券化作为切入点也是不错的选择。然而，不管是住房抵押贷款证券化还是基础设施或贸易应收款的证券化，都存在着各种制度、法规、会计、税收等诸多障碍，急待解决。

不过，自 1992 年中国资产证券化进入实务操作阶段以来，有过一些比较成功的案例，国内学者对此也颇为关注，期望通过研究探讨得出一套更完整的理论体系。无论如何，中国发展资产证券化市场的潜力仍然是令世人瞩目的。

## 第一章 资产证券化概述

### 第一节 初识资产证券化

#### 一、资产证券化的经济学分析

美国经济学家莫迪利亚尼 Modigliani 和金融学家米勒 Miller 在 1958 年提出的 MM 定理中指出,如果公司在没有税收、交易成本、破产成本,并且不存在信息不对称等一系列假设条件之下,公司的价值与公司的资本结构无关。实际上,市场交易过程中存在着大量的交易费用,除了包括税收、交易成本、破产成本,还包括一些其他的成本,这些成本和费用在某种程度上影响着公司价值。因此,公司资本结构通常会寻找一些途径比如调整交易费用来降低公司的运营成本,达到增加公司价值的目的。

1963 年, Modigliani 和 Miller 对 MM 定理进行了修正。他们发现,在考虑公司所得税的情况下,由于负债的利息费用是在税前列支的,因此,采用负债融资可以增加公司的现金流量,降低税后资本成本,从而提高公司的市场价值。此时,公司市场价值与公司负债的比例成正比。也就是说,当公司的所有资本都来源于负债融资时,公司价值达到最大化。<sup>1</sup>

七十年代,权衡理论的产生论证了“财务危机成本”与“代理成本”的存在会对公司价值造成影响。当公司完全采用负债融资方式时,固然能提高公司价值,但同时也增加了公司的财务危机成本和代理成本使得公司的价值下降。只有在负债减税利益和负债产生的财务危机成本和代理成本之间保持平衡时,才能使公司的价值达到最大化,不过该理论仍然将债务融资放在优先位置。后来,梅耶斯等学者于 1984 年提出“不对称信息理

---

<sup>1</sup> 丁成. “上市公司资本结构的决定因素与优化分析”:  
P3<http://yjwk.cninfo.com.cn/finalpage/2002-06-13/607641.PDF>

论”，该理论认为，外部融资成本除通常考虑的成本之外，还包括新发行证券被低估的成本。因此企业一般偏好内部融资，如果需要外部融资则偏好债务融资。

由上述理论中可以看出，一个公司的运营过程中，可能存在各种各样的成本和费用，它们对公司价值有着或多或少的影响，公司总是试图对资本结构进行调整来增大或降低公司的运营成本进而影响公司价值。因此，资本结构的调整与公司价值是密切相关的。

资产证券化正是使公司资本结构达到最优的途径之一。它作为一种新兴的结构融资工具，通过减少信息成本、监管成本、交易成本等，从而使公司价值达到最大化。在对公司资本结构的调整上，资产证券化的优势主要体现在“破产隔离”特征上。简单而言，资产证券化可以采用“真实销售”方式向特殊目的载体（Special Purpose Vehicle，简称 SPV）<sup>1</sup>进行资产转让，资产进行转让之后即使是对发起人进行破产清算，债权人对该笔资产也没有追索权，因为特殊目的载体 SPV 与发起人之间是相互独立的。因此与银行贷款和企业债券等其他融资方式相比，资产证券化在降低发起人的破产成本（即破产概率）和代理成本（即债权融资产生的代理成本），提高企业价值方面是具有比较优势的。

同时，由于资产的真实销售，还降低了发起人面临的信用风险。一方面，发起人有效避免了资产出售后原始债务人的信用风险；另一方面，证券化的融资中，对投资者的还本付息是以转让资产所产生的未来现金流作为担保的，与发起人再无关系。

综上所述，资产证券化作为一种融资工具，其本质就是使公司的资本结构最优化，同时它还是一种能够增加公司价值的有效的融资方式。

---

<sup>1</sup> 详见 P12.



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库